

## ADENDUM a la Nota de Política N°3 “El Desarrollo del Ahorro Contractual en Argentina”

### Análisis de la reestructuración de la deuda pública en default en poder de las AFJPs

Debido a la promulgación del Decreto N° 1375/04 al momento de publicarse la Nota de Política N° 3 “El Desarrollo del Ahorro Contractual en Argentina” y atento a la importancia que el mismo tendrá en el futuro desarrollo del Régimen de Capitalización, en el presente Adéndum que complementa la Sección 4 de la Nota, se describen las medidas adoptadas y se analizan las principales consecuencias derivadas de las mismas. El mencionado Decreto forma parte del proceso de reestructuración de la deuda pública en cesación de pagos y establece un esquema dirigido a las AFJP que implicará el canje de las tenencias en situación de default, tanto propias como las de terceros administradas por ellas, por nuevos títulos a ser emitidos. La información disponible a Agosto de 2004 muestra la siguiente composición de la cartera administrada por las AFJPs:

#### Títulos Públicos en Cartera de las AFJP (en \$ MM y en %)

	Stock 31/08/04	
	en \$ MM	en % del Total
Títulos Públicos a mantener al vencimiento	0,43	1,3
Títulos Públicos no garantizados negociables	28,50	88,2
Letes	1,39	
Títulos Públicos garantizados negociables	0,00	0,0
Prestamos al Gobierno Nacional garantizados	2,37	7,3
Otros*	1,01	3,1
<b>TOTAL DEUDA PUBLICA</b>	<b>32,31</b>	<b>100,0</b>
- Deuda Performing	3,66	11,3
- Deuda en Default	28,64	88,7
<b>Participación Deuda Pública / Cartera Total</b>		<b>67,6</b>
<b>TOTAL DE CARTERA DE INVERSIONES</b>	<b>47,82</b>	

\* Incluye títulos de deuda provincial.

FUENTE: CEF en base a SAFJP.

En ese sentido, y luego de negociaciones con las administradoras, el Poder Ejecutivo Nacional (PEN) creó el “Programa de Financiamiento del Sector Público no Financiero con recursos del Régimen de Capitalización” con el objetivo de contribuir a la estabilidad del régimen de capitalización luego de finalizado el proceso de reestructuración de la deuda pública en default. El Programa instituido por el PEN incluye como puntos principales:

1. La posibilidad de canjear Letras del Tesoro (LETES) que fueron oportunamente adquiridas por las AFJPs en el marco de los Decretos N° 1572/01 y N° 1582/01, y que integraban el fondo administrado al 31 de Diciembre de 2003, por “Bonos del Gobierno Nacional en pesos 2% 2014” a una relación de canje que depende de la especie a ser canjeada<sup>1</sup>. La aceptación del nuevo bono implica desestimar cualquier tipo de reclamo judicial en curso de parte de las administradoras, al igual que la extinción de cualquier derecho derivado de los títulos originales. Los nuevos bonos serán emitidos en pesos a 10 años, indexarán los saldos de capital por CER, amortizarán el capital semestralmente a partir del tercer año (12.5% anual) y devengarán una tasa de interés del 2% anual, con corte de cupón semestral.

2. La posibilidad de canjear los títulos públicos involucrados en la reestructuración de la deuda pública llevada a cabo por el Gobierno Nacional que integren el fondo administrado y/o la propia cartera de las AFJP, por bonos denominados Cuasi Par. Dichos bonos serán canjeados a una relación de \$ 1.40 + CER por cada dólar de títulos originales<sup>2</sup> y la solicitud de adhesión al Programa por parte de las AFJP tiene el

<sup>1</sup> Las LETES incluidas son LE111 denominadas en \$ y LE104, LE107 y LE110 denominadas en U\$S.

<sup>2</sup> Este mecanismo es el vigente en la actualidad para los títulos subyacentes de los préstamos garantizados y los propios préstamos garantizados (Decreto 530/03).

carácter de irrevocable. Los bonos Cuasi Par serán emitidos en pesos a 42 años de plazo, indexarán los saldos de capital por CER, amortizarán semestralmente el capital durante los últimos 10 años de vida del bono (10% anual) y devengarán una tasa de interés nominal anual en pesos equivalente a un rendimiento en dólares del 5,57% - 5,96%<sup>3</sup>, que se capitalizarán durante los primeros 10 años y luego se pagarán en forma semestral; asimismo incorporarán una unidad vinculada con el PBI<sup>4</sup>. Estos nuevos títulos cotizarán en Buenos Aires y se registrarán por la legislación local.

3. La ampliación del límite del 50% al 100% del total del activo del fondo a ser aplicado a títulos públicos, en el caso de que dicho excedente sea cubierto con los títulos a ser recibidos en el marco del proceso de reestructuración de la deuda pública. Anteriormente, dicha ampliación podía realizarse sólo en el caso de que el excedente fuera en títulos públicos que gozaran de garantías reales o recursos de afectación específica.

4. La obligación de la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (SAFJP) de extender el procedimiento de valuación de los Préstamos Garantizados (PG) a los títulos Cuasi Par que sean entregados a las administradoras en el marco de este Programa. Cualquier modificación y/o canje de los PG implicará que las normas de valuación aplicables a esos nuevos PG o títulos que los reemplacen serán de aplicación para los bonos Cuasi Par. Sin embargo, este criterio de valuación de los bonos Cuasi Par podrá ser suspendido o modificado por el Ministerio de Economía y Producción en la medida que no se afecte el equilibrio financiero y de liquidez del Régimen de Capitalización.

5. La suspensión por noventa días de los traspasos de afiliados entre administradoras. Dicho período podrá ser prorrogado por el Ministerio de Economía y Producción por única vez por otros noventa días o período menor. Previo al vencimiento de la suspensión, la SAFJP deberá dictar las normas que regulen el traspaso de los activos de los afiliados –y no del efectivo, como era la situación hasta el dictado del Decreto N° 1375/04- siguiendo los lineamientos que dicte el Ministerio de Economía y Producción y considerando el impacto que las mismas tendrán sobre el Régimen de Capitalización y las AFJPs.

### **Impacto de la reestructuración a través del Decreto N° 1375/04**

En la presentación ante la Securities and Exchange Comisión de los Estados Unidos, el Gobierno estimó la suma de la emisión de los bonos Cuasi-par por el equivalente en pesos a 8.33 MM de dólares (25 MM de pesos aproximadamente). Dado que dicha suma no alcanzaría a cubrir el total de títulos en default en poder de las administradoras, queda pendiente de definición la forma en que se distribuirán los bonos Cuasi Par entre ellas, en el caso de que el total o una parte importante de las administradoras participen en el Programa. En ese sentido, quedaría una porción de la cartera –estimada en alrededor de 1.5 MM de pesos- que deberá ser canjeada por alguno de los demás bonos –Par o Discount- a ser ofrecidos en el proceso de reestructuración de la deuda y por lo tanto no resultaría posible canjear por bonos Cuasi Par la totalidad de los títulos públicos en default según lo establecido en el Decreto bajo análisis. En cualquier caso, el efecto sobre el valor contable de los fondos dependerá crucialmente de las normas que se dicten en relación a la valuación de los nuevos títulos.

---

<sup>3</sup> Dependiendo del grado de participación de los acreedores en el Canje. De superar el 70%, la tasa en pesos sería equivalente a un cupón en dólares del 5.96%; si fuese menor al 70% sería la equivalente a un rendimiento en dólares del 5.57%. Sin embargo, aún no se ha establecido el mecanismo por el cual se calculará la tasa equivalente en pesos. Se entiende que se pagará una tasa real en pesos equivalente una tasa real en U\$S –calculada como la tasa nominal mencionada y corregida por la inflación de EEUU- ajustada por la variación del tipo de cambio.

<sup>4</sup> Comúnmente conocido como cupón atado a la evolución del PBI. Se define el PBI base como el PBI real proyectado desde el 31/12/04 a una tasa de crecimiento anual del 3%. El monto a pagarse por este concepto equivale al 5% de la diferencia positiva entre el PBI real observado y el PBI base y será efectivo solo en el caso de que el PBI real observado haya crecido como mínimo un 3% en dicho año. Dicho monto será calculado en pesos corrientes y transformado a moneda extranjera utilizando el tipo de cambio promedio del mercado libre durante los 15 días anteriores a la fecha de pago.

Asimismo, se podrían generar situaciones de conflicto con aquellos inversores que no puedan acceder a los bonos Cuasi Par y por lo tanto aleguen trato discriminatorio. En el caso de los “Bonos del Gobierno Nacional en pesos 2% 2014” a ser ofrecidos en canje por Letes suscriptas compulsivamente, el trato particular dado a las AFJPs respondería a una situación inicial diferente de la del resto de los acreedores. A la luz de los fallos judiciales favorables a las AFJP respecto de dichas Letes, el canje debería entenderse como un acuerdo entre las partes y no como un trato preferencial.

Las características de la operación de canje de los títulos en cesación de pago por bonos Cuasi Par implican que no haya modificaciones entre las situaciones pre y post-canje en términos del valor contable de la cartera. Sin embargo, alguna diferencia podría observarse si los títulos a entregarse para completar el faltante de bonos Cuasi Par se valuaren de una manera distinta que la establecida para dichos bonos. Suponiendo una brecha positiva entre la valuación contable de los bonos Cuasi Par y la cotización de mercado de dichos títulos, se mantendría un esquema de transferencias de riqueza desde aquellos afiliados que se jubilen o retiren en el largo plazo a favor de aquellos que lo hagan en el corto plazo. Esta transferencia intergeneracional se produciría debido a que los nuevos aportes se destinarían a adquirir cuota-partes del fondo que se encontrarían sobrevaluadas<sup>5</sup>, mientras que los que se jubilen lo harían con una prestación mayor a la que correspondería por vender sus cuota-partes en el mercado. La magnitud de la transferencia dependerá del sostenimiento en el tiempo de dicha brecha. Dada la situación superavitaria del sistema, este efecto se vería atenuado ya que no sería necesaria la liquidación en el mercado de los activos sobrevaluados, los que podrían ser mantenidos hasta su vencimiento. Además, como los traspasos se harán en activos y no en efectivo, se evitarían transacciones de mercado de los títulos. En general, el esquema está diseñado para minimizar la posibilidad de que los bonos Cuasi Par desarrollen un mercado y, en el caso de hacerlo, sería muy ilíquido.

Habiéndose identificado la alta exposición al sector público como uno de los principales factores que afectaron a los fondos de pensión, la ampliación del límite establecido para las tenencias de títulos públicos sin garantías reales o recursos específicos desde el actual 50% hasta el 100% -siempre que dicho excedente por sobre el 50% sea cubierto con títulos a ser recibidos en el proceso de canje de deuda pública- y la suspensión por un año de la necesidad de que los títulos que componen ese excedente coticen en mercados secundarios, van en sentido contrario a las lecciones derivadas de la crisis de 2001-2002 y de la experiencia internacional relacionada a los límites cuantitativos impuestos a las inversiones en títulos públicos. A modo de ejemplo, en Chile y en Colombia la participación máxima de títulos públicos en el total de la cartera es del 50%<sup>7</sup>, mientras que en Perú es del 40%. Como caso extremo puede citarse Irlanda, en donde se prohíbe al fondo de pensiones<sup>8</sup> invertir en títulos del gobierno. A través del Decreto bajo análisis se refuerza la posibilidad de utilizar los fondos de pensiones como fuente cautiva de financiamiento del Estado, exponiéndose así excesivamente a los fondos a un mayor riesgo soberano. Esperemos que esta medida sea transitoria y que en el futuro disminuya la exposición en títulos del gobierno hasta reflejar como máximo -en porcentaje del fondo- la proporción que representan los ingresos del sector público en el total de la economía.

---

<sup>5</sup> En el mercado, dichos aportes podrían adquirir mayor cantidad de cuota-partes.

<sup>6</sup> Entendida como la diferencia positiva entre los ingresos por aportes y los egresos por pagos de beneficios.

<sup>7</sup> En Chile el límite es efectivo para el Fondo C.

<sup>8</sup> El National Pensions Reserve Fund.